

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

泽璟制药 (688266)

投资评级 无评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师  
执业编号: S1500523080002  
邮箱: tangaijin@cindasc.com

相关研究

【信达医药】PD-1/TIGIT 双抗更新临床数据, 大分子抗体药物有望成为公司新的增长点

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

# ZG006 有望重塑 SCLC 治疗面貌, 公司在 TCE 赛道国内竞争优势显著

2024年09月13日

事件: 公司发布 CD3×DLL3 ×DLL3 三抗 ZG006 临床 1 期爬坡数据

点评:

- **ZG006 临床 1 期爬坡数据亮眼, 有望重塑小细胞肺癌 (SCLC) 治疗面貌。**参与此次爬坡试验的大多数受试者既往曾接受过至少两线抗肿瘤药物系统治疗, 从有效性数据来看, 21 例疗效可评估的 SCLC 受试者中, 7 例获得部分缓解 (PR), 5 例疾病稳定 (SD) 且其中 4 例为缩小的 SD。在接受 ZG006 10 mg 及更高剂量的 9 例 SCLC 受试者中 (10 mg 组 4 例、30 mg 组 2 例、60mg 组 3 例), 有 6 例 PR, 其中 10mg 组 3 例、30 mg 组 1 例、60 mg 组 2 例, **ORR 为 66.7%, 这一结果已超过目前已发布过 SCLC 后线治疗的其他竞争对手的 TCE (安进, BI, 默沙东/Harpoon)、Trop2 ADC 单药 (恒瑞, 吉利德)、B7H3 ADC 单药 (第一三共, GSK/翰森), 表现出了全球性 “Best-in-class” 竞争力。**从安全性数据来看, 24 例受试者中, 绝大多数治疗相关不良事件 (TRAEs) 的严重程度为 1 级或 2 级。未观察到剂量限制性毒性 (DLTs) 和免疫效应细胞相关神经毒性综合征 (ICANS), 也未发生导致治疗终止或死亡的 TRAE, 安全性数据也比较可观。
- **海内外小细胞肺癌 SCLC 领域竞争格局发生了深刻变化, 泽璟制药具有独特竞争优势。**针对 SCLC 赛道参与的公司越来越多, 我们可以看到无论是 B7H3 ADC 单药 (第一三共, GSK/翰森) 抑或是 TROP2 ADC (恒瑞, 吉利德) 单药后线治疗 SCLC 或许可以在 ORR 上高于 AMG757 (CD3/DLL3 双抗), 但都没有在 mOS 上击败 AMG757, AMG757 在 2024 WCLC 上更新的最新数据显示: 随着随访时间延长, 其后线治疗 SCLC mOS 已从 14.3 个月延长至 15.2 个月, 由此可见 DLL3 靶点治疗 SCLC 效果较好, AMG757 表现出了对患者长久的获益, 且 AMG757 现已成为美国后线治疗 SCLC 的标准疗法。所以我们看到为了应对这一压力, 默沙东和第一三共合作开发 DS-7300 (B7H3 ADC) 和 HPN328 (CD3/DLL3/Albumin 三抗) 联用来治疗 SCLC 的策略。其他在 SCLC 赛道的 B7H3 ADC 的公司 (翰森/GSK、BioNTech)、TROP2 ADC 的公司 (AZ、吉利德、恒瑞), 为了在这一赛道取得优势或许需要和 CD3/DLL3 抗体联用。泽璟的 ZG006 研发进度全球领先且被 FDA 授予孤儿药资质, 具有较强的竞争力。此外, 泽璟制药在 T cell engage 这一具备较高潜力的广阔赛道处于国内领先态势, 公司有望迎来新阶段。
- **盈利预测:** 考虑到公司核心产品的市场空间、竞争格局以及商业化的不断加快, 我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 5.39 亿元、12.25 亿元、17.60 亿元, 分别同比增长 39.6%、127.2%、43.6%; 2024-2026 年归母净利润分别为 -1.87 亿元、1.63 亿元、4.51 亿元。

➤ **风险因素：**创新药研发失败风险；商业化不及预期风险；国内和海外市场  
 竞争加剧风险；公司核心技术与管理层流失的风险；政策波动风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	302	386	539	1,225	1,760
增长率 YoY %	58.8%	27.8%	39.6%	127.2%	43.6%
归属母公司净利润 (百万元)	-457	-279	-187	163	451
增长率 YoY%	-1.4%	39.1%	32.9%	187.3%	176.1%
毛利率%	91.3%	92.4%	91.2%	92.6%	92.8%
净资产收益率ROE%	-60.2%	-17.1%	-12.9%	10.1%	21.9%
EPS(摊薄)(元)	-1.73	-1.05	-0.71	0.62	1.70
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	97.65	35.37
市净率 P/B(倍)	20.99	9.76	11.01	9.90	7.73

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为2024年9月13日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1,292	2,520	2,551	2,757	3,268	
货币资金	797	2,110	1,986	1,758	1,906	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	89	101	150	332	483	
预付账款	41	46	75	143	199	
存货	99	111	181	344	479	
其他	266	152	160	180	200	
<b>非流动资产</b>	377	367	347	318	291	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	109	98	112	117	122	
无形资产	91	69	52	34	17	
其他	176	199	184	167	152	
<b>资产总计</b>	1,668	2,887	2,898	3,075	3,559	
<b>流动负债</b>	729	1,135	1,089	1,092	1,098	
短期借款	391	795	795	795	795	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	152	138	146	141	144	
其他	187	202	148	156	160	
<b>非流动负债</b>	152	107	362	362	362	
长期借款	50	0	0	0	0	
其他	102	107	362	362	362	
<b>负债合计</b>	881	1,242	1,451	1,455	1,461	
少数股东权益	28	12	1	10	38	
归属母公司股东权益	759	1,633	1,447	1,610	2,060	
<b>负债和股东权益</b>	1,668	2,887	2,898	3,075	3,559	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	302	386	539	1,225	1,760	
同比(%)	58.8%	27.8%	39.6%	127.2%	43.6%	
归属母公司净利润	-457	-279	-187	163	451	
同比(%)	-1.4%	39.1%	32.9%	187.3%	176.1%	
毛利率(%)	91.3%	92.4%	91.2%	92.6%	92.8%	
ROE%	-60.2%	-17.1%	-12.9%	10.1%	21.9%	
EPS(摊薄)(元)	-1.73	-1.05	-0.71	0.62	1.70	
P/E	—	—	—	97.65	35.37	
P/B	20.99	9.76	11.01	9.90	7.73	
EV/EBITDA	-22.43	-47.92	-109.68	55.59	23.55	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	302	386	539	1,225	1,760	
营业成本	26	29	48	91	127	
营业税金及附加	1	1	2	4	5	
销售费用	228	250	296	551	792	
管理费用	86	17	71	81	84	
研发费用	498	496	421	494	525	
财务费用	-14	-15	3	4	6	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	4	6	8	18	26	
其他	34	89	96	187	318	
<b>营业利润</b>	-486	-298	-196	205	564	
营业外收支	-2	-1	-2	-2	-2	
<b>利润总额</b>	-488	-299	-198	204	562	
所得税	-2	-4	0	31	84	
<b>净利润</b>	-486	-295	-198	173	478	
少数股东损益	-28	-17	-11	10	27	
<b>归属母公司净利润</b>	-457	-279	-187	163	451	
EBITDA	-435	-267	-135	270	631	
EPS(当年)(元)	-1.91	-1.09	-0.71	0.62	1.70	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	-370	-233	-272	-187	184	
净利润	-486	-295	-198	173	478	
折旧摊销	71	60	61	63	63	
财务费用	12	24	24	24	24	
投资损失	-4	-6	-8	-18	-26	
营运资金变动	40	-6	-151	-430	-356	
其它	-3	-11	0	1	2	
<b>投资活动现金流</b>	-264	65	-35	-17	-12	
资本支出	-89	-63	-41	-35	-37	
长期投资	-182	115	0	0	0	
其他	7	12	6	18	26	
<b>筹资活动现金流</b>	283	1,509	184	-24	-24	
吸收投资	0	1,192	0	0	0	
借款	309	354	0	0	0	
支付利息或股息	-11	-21	-24	-24	-24	
<b>现金流净增加额</b>	-348	1,342	-124	-228	148	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。